

2012年8月20日 全7頁

# 中国：内需回復の二段式ロケット、一段目に点火

経済調査部  
齋藤 尚登

## [要約]

- 中国経済は輸出不振と投資主導の内需回復の綱引きが続こう。HSBCの中国製造業PMI、輸出先の主要先進国・地域の製造業PMIといった先行指標からは、年内の輸出ペースの回復は難しいことが示唆される。今後の景気回復は、内需への依存を高めざるを得ない。
- 金融は2月下旬以降、明確に緩和に転じ、3月以降は貸出額も概ね順調に増えている。これが、内需（投資）テコ入れの第一歩であり、大和総研では、二段式ロケットの一段目への点火は既に行われたと判断している。足元で貸出増加額が上積みされる一方、中長期の割合が極端に低下しているのは、新たな投資プロジェクトが始動していないためである。6月以降、中国政府はプロジェクトの前倒し認可を進めることで、景気テコ入れを図る方針を発表しており、こうしたプロジェクトが動き出せば、貸出の中身も中長期中心に変わっていく。これがロケットの二段目への点火であり、投資が加速するシグナルとなろう。タイミングとしては、2012年10月～12月以降に注目している。
- ただし、中国経済への過度の期待は禁物である。地方政府の債務問題や不動産価格抑制策の継続など、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の後始末が未だに続いている。4兆元の景気対策との比較でいえば、今回は、投資全体ではなく、農業、インフラ、保障性住宅、戦略的新興産業など民生改善や産業構造高度化につながる投資の増加が意図される。経済成長率は、10%成長への回帰ではなく、8%強への着地が目指されているのである。

## 輸出不振 VS 投資主導の内需回復

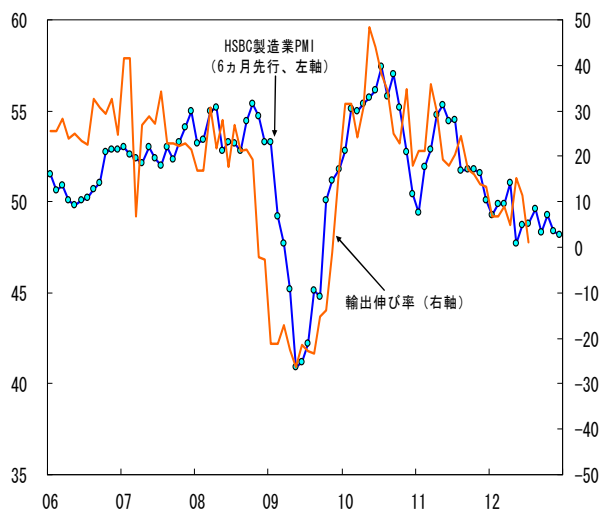
中国経済は輸出不振と投資主導の内需回復の綱引きが続こう。

2012年7月の輸出は前年同月比1.0%増と6月の同11.3%増から急減速した。ブルームバーグ社集計による予想コンセンサスは同8.0%増であり、輸出の減速は想定以上に厳しい。地域別には、欧州危機の深刻化により、EU向けが同16.2%減と輸出全体の足を引っ張っている。

輸出ペースは少なくとも年内の回復は難しいであろう。図表①は、HSBCの中国製造業PMIと中国の輸出伸び率であり、PMIを6ヵ月先行させると連動性が最も高くなる。図表②では、輸出

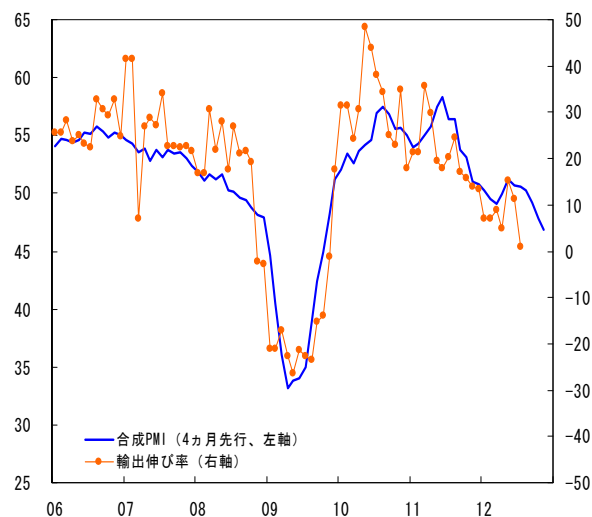
先である主要先進国・地域の製造業合成 PMI を 4 ヶ月先行させて、中国の輸出伸び率と対比している。これらの先行指標は、いずれも中国の輸出ペースが年内に回復するのは難しいことを示唆している。

図表①HSBC 製造業 PMI (6 ヶ月先行) と  
輸出伸び率 (前年同月比、%) の関係



(注) 1~2月の輸出伸び率は平均  
(出所) 通関統計、HSBCより大和総研作成

図表②主要先進国の製造業合成 PMI (4 ヶ月先行) と輸出伸び率 (前年同月比、%) の関係



(注1) 1~2月の輸出伸び率は平均  
(注2) 合成PMIは米国・ユーロ圏・日本・英国の製造業PMIを  
2011年の中国からの輸出額で加重平均  
(出所) ブルームバーグ、通関統計より大和総研作成

このため、今後の景気回復は内需への依存を高めざるを得ない。既に中国は、(1) 2011年12月、2012年2月、2012年5月の預金準備率引き下げ、(2) 2012年6月1日からの1年間、省エネ家電購入に対する補助金を支給(約3,300億円)、(3) 6月8日と7月6日に利下げを行い、最優遇貸出金利の大幅引き下げを実施、(4) 大規模公共プロジェクトの着実な実行と前倒し認可、などを発表・実施し、内需のテコ入れを強化している。

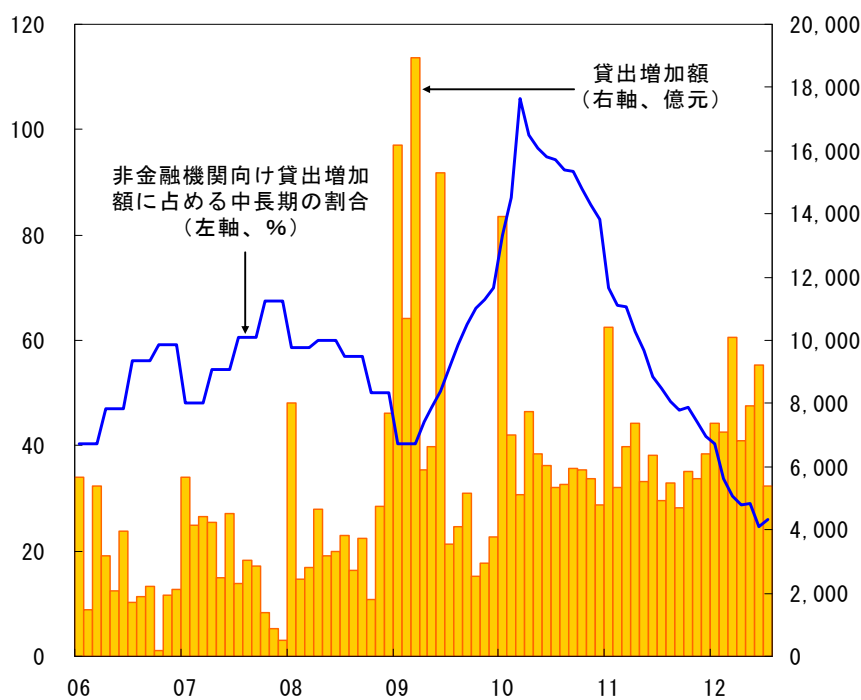
李克強・副首相が、貸出増加額、鉄道貨物輸送量、電力消費量の動きを注視していると報道されたことで、この3指標の注目度が高くなったが、貸出増加額は景気先行指標であるのに対して、鉄道貨物輸送量と電力消費量は景気一致指標であり、景気の先行きを占うには、貸出増加額がより重要な意味を持つ。7月の現地ヒアリングによれば、金融政策が明確に緩和に転じたのは、今局面で2度目の預金準備率引き下げが行われた2月下旬以降であり、3月には年間の貸出増加額が従来の8兆元から8.5兆元に増額されたという(年間貸出増加額目標は非公表)。2011年の貸出増加額は7.5兆元であり、2012年が8.0兆元では前年比6.7%、8.5兆元では同13.3%の増加である。実際、3月以降、貸出は概ね順調に増えている。7月の貸出増加額は5,401億元(6月は9,198億元)となったが、夏場の貸出増加額は低水準となるのが通常であり、前年同月比では9.9%の増加となっている。

貸出額の意識的な増加が、内需(投資)テコ入れの第一歩であり、大和総研では、二段式ロ

ケットの一段目への点火は既に行われたと判断している。それでは二段目への点火とは何か？結論を先にいうと、それは、貸出が短期中心から中長期中心に置き換わっていくことである。図表③では、貸出増加額と、非金融機関向け貸出増加額に占める中長期貸出の割合をみている。足元で、貸出増加額が上積みされる一方で、中長期の割合が大きく低下している。当局の要請を受けた銀行は貸出を増やす一方で、新たな投資プロジェクトが始動していない企業には、中長期の資金ニーズは少なく、コストが低く期間の短い手形などで資金を調達している。同様の現象は、2008年11月に発動された4兆元の景気対策の初期段階でも発生した。2012年6月以降、中国政府はプロジェクトの前倒し認可を進めることで、景気テコ入れを図る方針を発表しており、こうしたプロジェクトが動き出せば、貸出の中身も中長期中心に変わっていく。これが二段式ロケットの二段目への点火であり、投資が加速するシグナルとなる。タイミングとしては、2012年10月～12月以降に注目している。

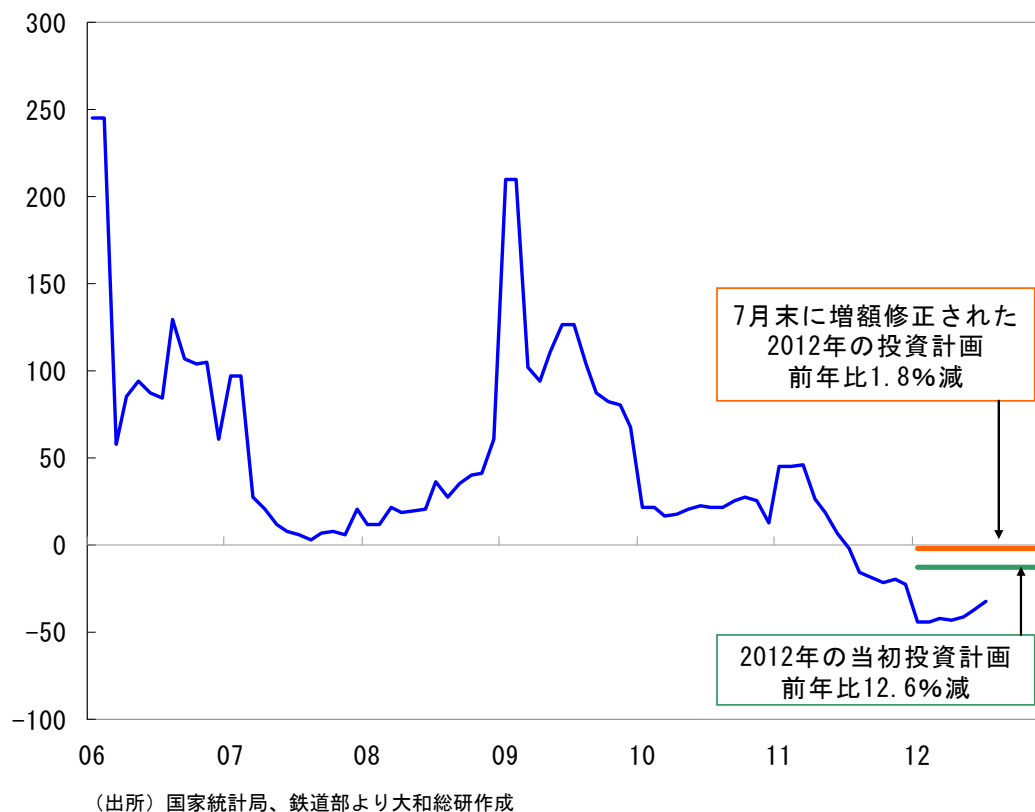
公共プロジェクトのテコ入れの象徴が、鉄道向け投資である。鉄道投資は、2011年に前年比22.5%減、2012年1月～7月でも前年同期比31.9%減と極めて厳しい状況が続いている。こうしたなか、7月末には、政府がマイナス幅を大きく縮小させようとしていることが明らかになった。2012年の鉄道部の固定資産投資計画が、当初計画の5,160億元(前年比12.6%減)から5,800億元(同1.8%減)に上方修正されたのである。増加分の多くは、鉄道債の増額(当初計画の1,000億元から1,500億元へ増額)で調達される。鉄道債には政府保証が付けられたため、調達金利は以前と比べて大きく低下している。政府による本格的なテコ入れが始まったといえるだろう。

図表③ 内需回復の二段式ロケットの一段目に点火？



(注) 中長期の割合が100を超えるのは、短期が回収超となる場合  
(出所) 中国人民銀行より大和総研作成

図表④鉄道向け固定資産投資（1月からの累計、前年同期比）



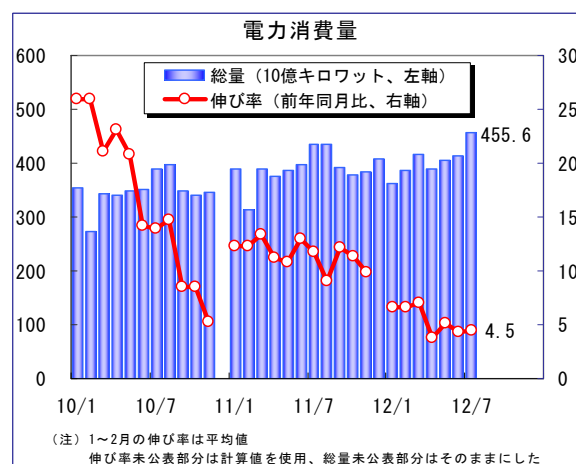
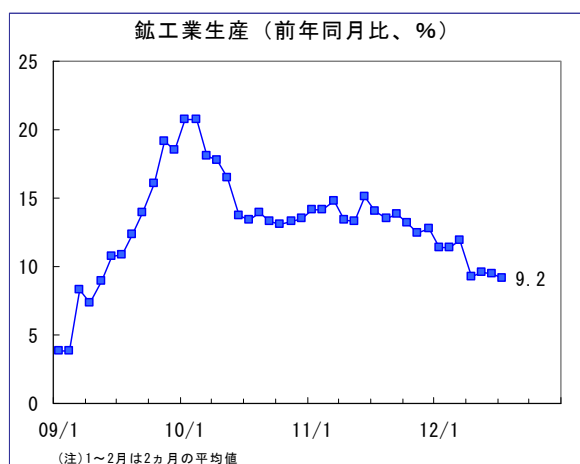
ただし、中国経済への過度の期待は禁物である。現地報道では、陝西省、広東省、貴州省、浙江省寧波市、江蘇省南京市、湖南省長沙市などが、独自の景気刺激策を策定し、その投資額は総額で4兆元近くになっているとされる。「地方版4兆元の景気対策」などとも呼ばれるが、この理解は正しくない。例えば、湖南省長沙市の話は、地元紙が「長沙市と銀行が重大プロジェクトの紹介セミナーを開催」と報道したものが、全国紙に転載される際に「湖南省長沙市が8,292億元の経済刺激策を発表」と改題された。長沙市で195のプロジェクトの紹介が行われ、それを全部積み上げると8,292億元となるが、そのなかから実行可能性や投資収益性などが吟味され、資金調達のできた一部プロジェクトが実行に移されると理解すべきである。また、このようなプロジェクトの紹介セミナーは、今回に限らず、定例物として開催されている。

そもそも、中国では、地方政府の債務問題や不動産価格抑制策の継続など、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の後始末が未だに続いている。4兆元の景気対策との比較でいえば、今回は、投資全体ではなく、農業、インフラ、保障性住宅、戦略的新興産業など民生改善や産業構造高度化につながる投資の増加が意図され、経済成長率は、10%成長への回帰ではなく、8%強への着地が目指されているのである。

以上

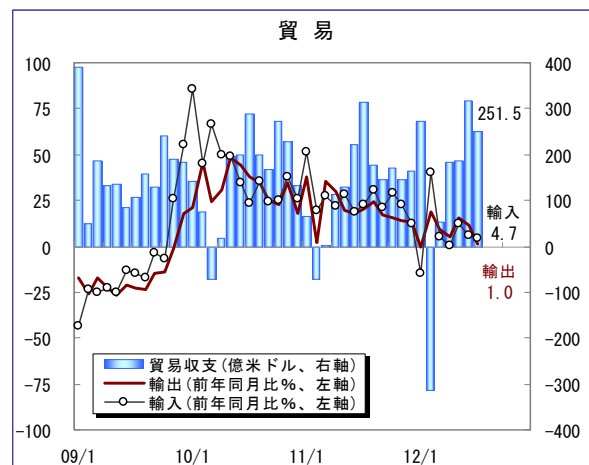
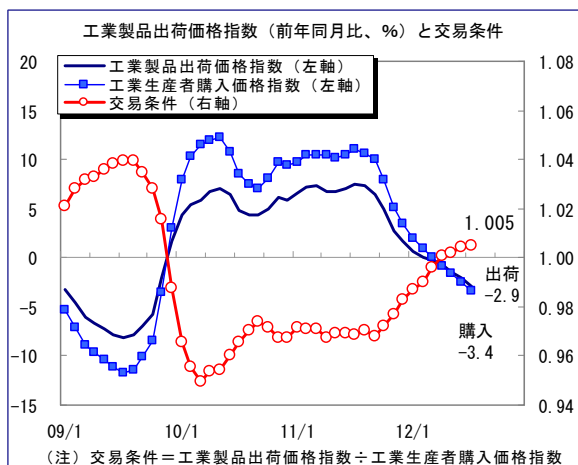
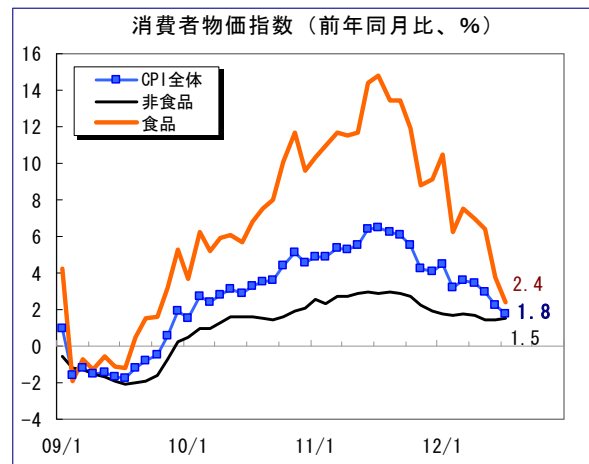
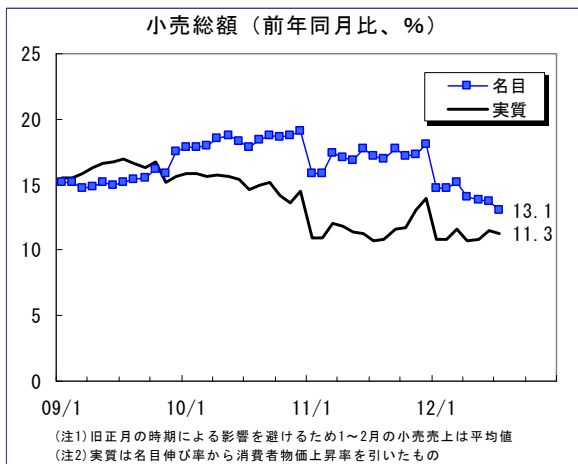
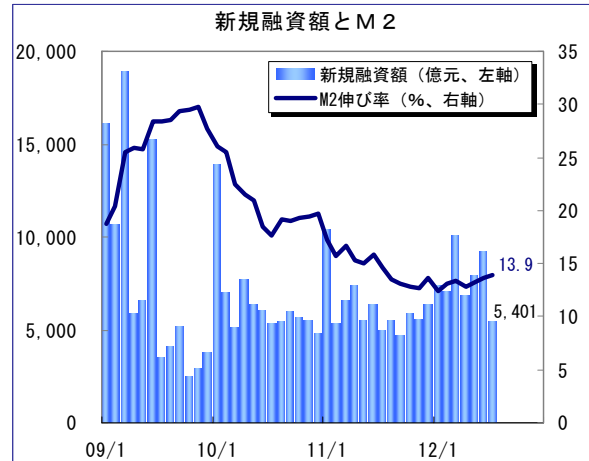
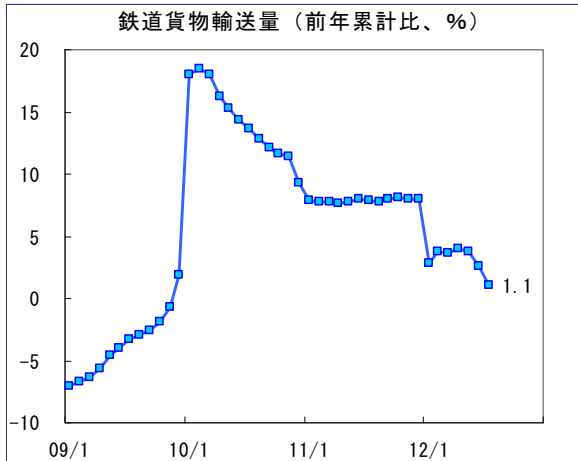
## 主要経済指標一覧

	2012年2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	8.1	-	-	7.6	-
鉱工業生産（前年同月比、%）	11.4	11.9	9.3	9.6	9.5	9.2
電力消費量（前年同月比、%）	6.7	7.0	3.7	5.2	4.3	4.5
鉄道貨物輸送量（前年累計比、%）	3.8	3.6	4.0	3.8	2.6	1.1
固定資産投資（前年累計比、%）	21.5	20.9	20.2	20.1	20.4	20.4
不動産開発投資（前年累計比、%）	27.8	23.5	18.7	18.5	16.6	15.4
小売総額 名目（前年同月比、%）	14.7	15.2	14.1	13.8	13.7	13.1
実質（前年同月比、%）	10.8	11.6	10.7	10.8	11.5	11.3
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	3.2	3.6	3.4	3.0	2.2	1.8
食品（前年同月比、%）	6.2	7.5	7.0	6.4	3.8	2.4
非食品（前年同月比、%）	1.7	1.8	1.7	1.4	1.4	1.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	0.0	-0.3	-0.7	-1.4	-2.1	-2.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	1.0	0.1	-0.8	-1.6	-2.5	-3.4
新規融資額（億元）	7,107	10,112	6,818	7,932	9,198	5,401
M2伸び率（%）	13.0	13.4	12.8	13.2	13.6	13.9
輸出（前年同月比、%）	18.3	8.9	4.9	15.3	11.3	1.0
輸入（前年同月比、%）	40.3	5.3	0.3	12.7	6.3	4.7
貿易収支（億米ドル）	-314.8	53.5	184.3	187.0	317.2	251.5
新築住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-0.4	-0.8	-1.0	-1.2	-1.0	-0.7
上海（前年同月比、%）	-0.4	-0.8	-1.3	-1.6	-1.5	-1.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	5.1	0.3	-4.2	-4.3	-7.1	-9.8
完工面積（前年累計比、%）	45.2	39.3	30.2	26.3	20.7	19.0
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-14.0	-13.6	-13.4	-12.4	-10.0	-6.6
金額（前年累計比、%）	-20.9	-14.6	-11.8	-9.1	-5.2	-0.5



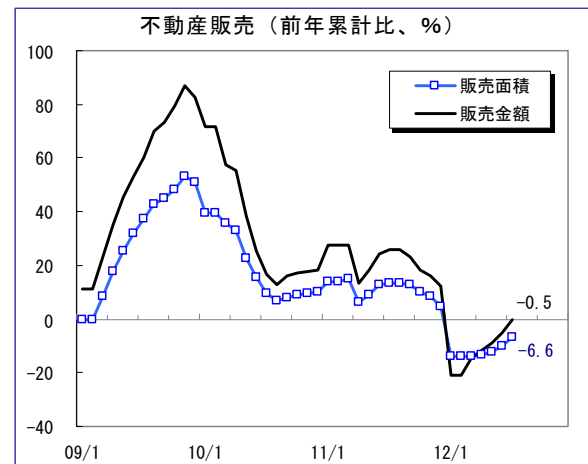
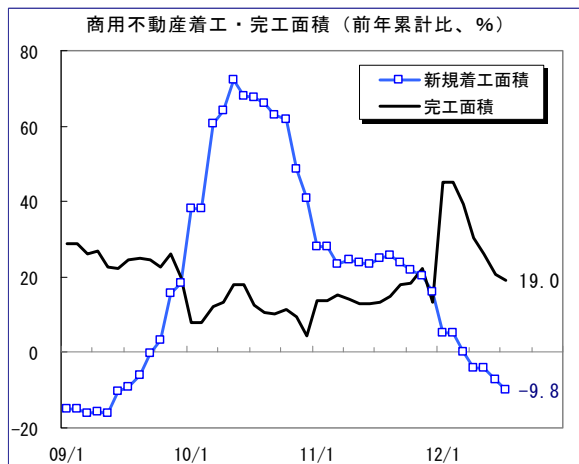
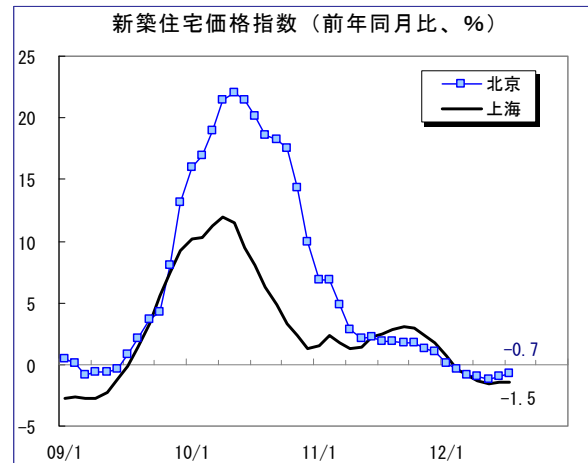
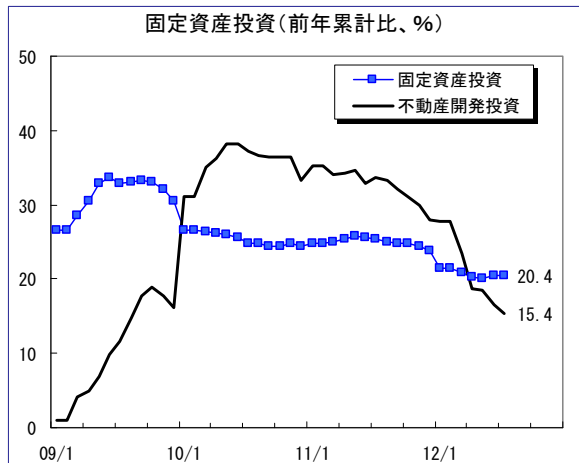
（出所）国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



(出所) 国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国電力企業連合会、中国鉄道省より大和総研作成